

评级：看好

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话：86-10-56511796

#### 相关研究

- 中央经济工作会议点评——重回 2018 年底，买股票，恒指 28000！
- 看多股市，尤其港股
- 央行上调外汇准备金率的背后——关于人民币两大背离的探讨

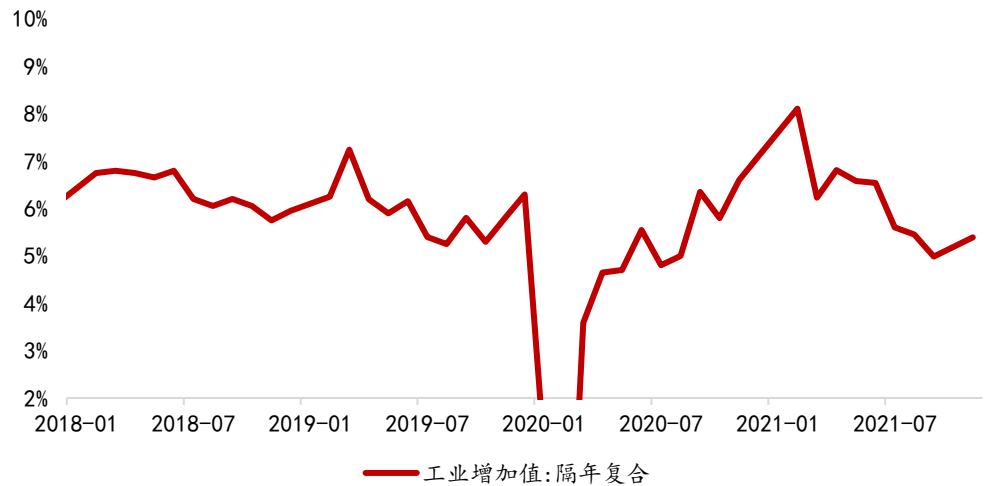
- 11 月经济数据总体不弱，消费和地产、制造业投资是亮点，稳增长实际上已经发力。虽然基建投资不及预期，但企业贷款持续偏强，宽信用助力投资反弹，制造业投资大幅走强并非昙花一现；疫情反复冲击下，消费韧性十足，如果疫情不明显恶化，消费进一步提振可期。中央经济工作会议定调的稳增长链条及消费行业仍是近期配置重点。
- 信用“宽”在制造业，并非昙花一现。11 月固定资产投资复合增速 3.59%，较上月 3.37% 有所反弹。虽然基建投资不及预期，但政府已经通过宽信用拉动制造业投资来实现稳增长，过去数月企业贷款持续偏强，信用宽松效果逐渐显现，制造业投资录得 11.2% 的复合增速，大幅好于 10 月的 6.9%。12 月 15 日，国务院总理李克强主持召开国常会，提到要进一步采取市场化方式加强对中小微企业的金融支持，加大对制造业支持，因此制造业投资上行并非昙花一现。
- 疫情反复干扰，消费韧性十足。下半年以来，受德尔塔毒株高传染性的影响，国内疫情频率和强度明显上升。疫情干扰下，居民出行等方面受限较为明显，五城的地铁客运量总量在 11 月上旬出现回落。尽管如此，11 月消费数据却并未走弱。社零实际当月复合同比 3.3%，强于 10 月的 3.2%，反映出消费韧性十足。四季度疫情虽然严峻，但社零环比始终为正，这说明消费对疫情的脱敏仍在延续，如果疫情没有大幅恶化，消费有望进一步修复。
- 地产政策转向，进一步放松可期。由于地产政策边际放松，11 月房地产数据显著好转，在保交房、保竣工的要求下，房地产竣工当月复合同比 9.1%，大幅好于上月的 -8.3%。地产供需两端放松态势愈加明显，因此房地产投资增速下行放缓，新开工面积复合同比显著反弹，由上月的 -16.8% 回升至 -9.3%。目前，虽然政策已经转松，但购房者心理预期仍待扭转，商品房销售继续偏弱，12 月当周平均成交面积与历年同期差距明显，进一步放松可期。
- 当前的市场与 2018 年底的市场极为相似，均为经济下行压力大的时候迎来政策纠偏。结合历史走势，我们认为经济在政策支持下将迎来明显的修复，这利好股市，而债市的表现将较为中性。中央经济工作会议定调的稳增长链条及消费行业仍是近期配置重点。
- 风险提示：全球经济修复不及预期，疫情超预期

11 月经济数据总体不弱，消费和地产、制造业投资是亮点，稳增长实际上已经发力。虽然基建投资不及预期，但企业贷款持续偏强，宽信用助力投资反弹，制造业投资大幅走强并非昙花一现；疫情反复冲击下，消费韧性十足，如果疫情不明显恶化，消费进一步提振可期。中央经济工作会议定调的稳增长链条及消费行业仍是近期配置重点。

## 信用“宽”在制造业，并非昙花一现

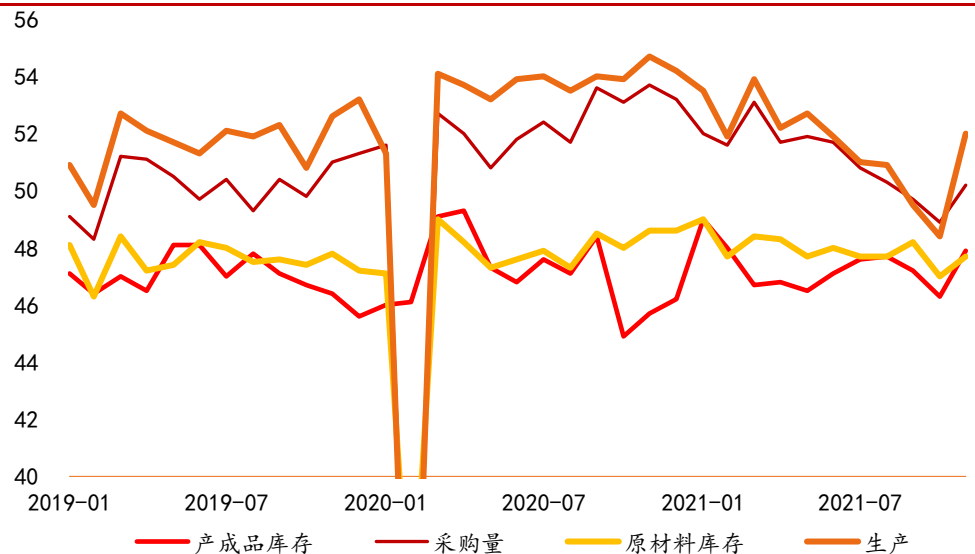
11 月，随着能耗双控及限电影响弱化，大宗商品价格回落，企业补库需求回升，PMI 分项中生产、采购、原材料库存、产成品库存均出现回暖，制造业补库明显，11 月工业增加值复合增速 5.4% 较上月反弹 0.2%，资金供给充裕拉动制造业投资走强。

图 1：工业增加值：隔年复合



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：生产、采购、库存均反弹

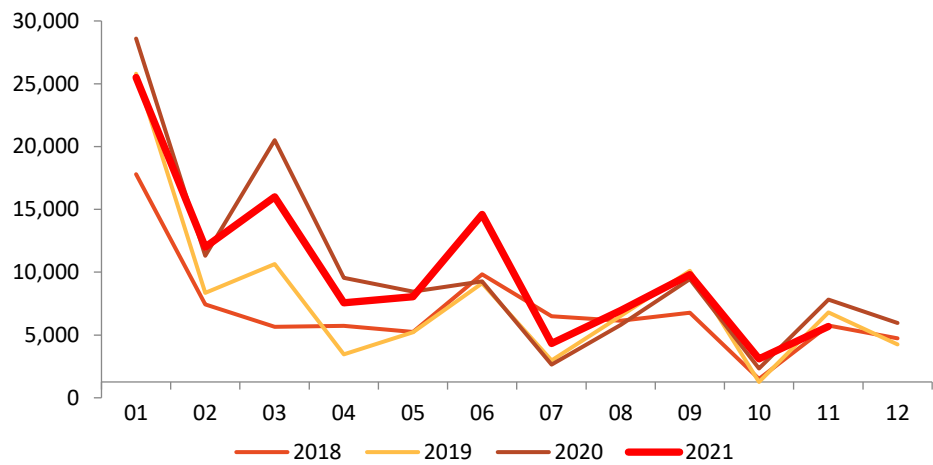


资料来源: Wind, 首创证券

11月我国固定资产投资复合增速3.59%，较上月3.37%有所反弹。其中，随着地产政策边际放松，房地产开发投资额增速下行放缓，复合同比为3.0%；基建投资不及预期，复合同比为-0.1%，弱于10月的0.9%。但我们认为观察政府稳增长力度，不能仅看基建投资，政府实际上已经通过宽信用拉动制造业投资增长。

由于过去数月企业贷款持续偏强，信用宽松效果逐渐显现，制造业投资录得11.2%的复合增速，大幅好于10月的6.9%，稳增长通过宽信用发力。12月15日，国务院总理李克强主持召开国常会，提到要进一步采取市场化方式加强对中小微企业的金融支持，加大对制造业支持，因此制造业投资上行并非昙花一现。

图3：金融机构：新增人民币贷款：企（事）业单位：当月值



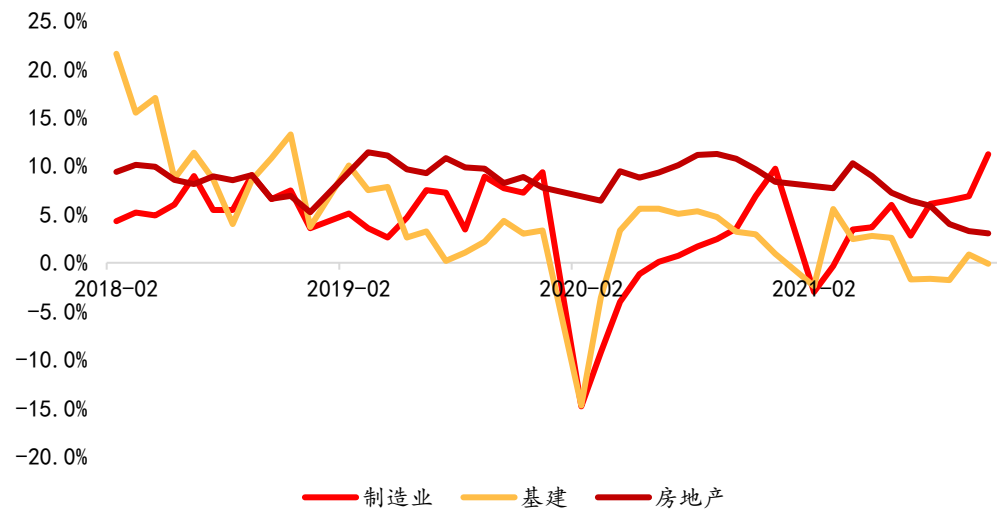
资料来源: Wind, 首创证券

图4：固定资产投资完成额：复合同比（%）



资料来源: Wind, 首创证券

图 5：固定资产投资分项

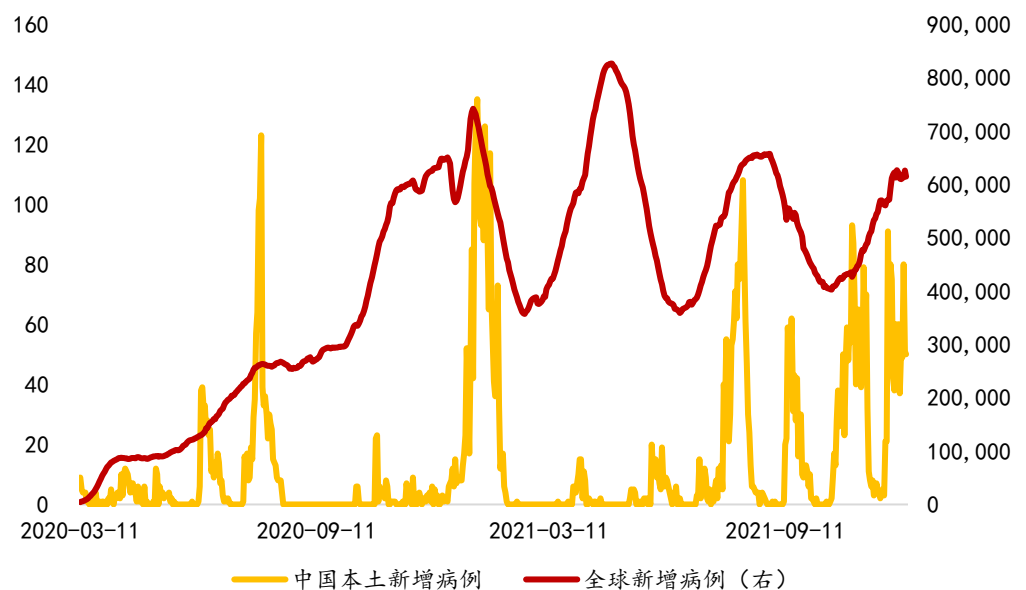


资料来源：Wind, 首创证券

## 疫情反复干扰，消费韧性十足

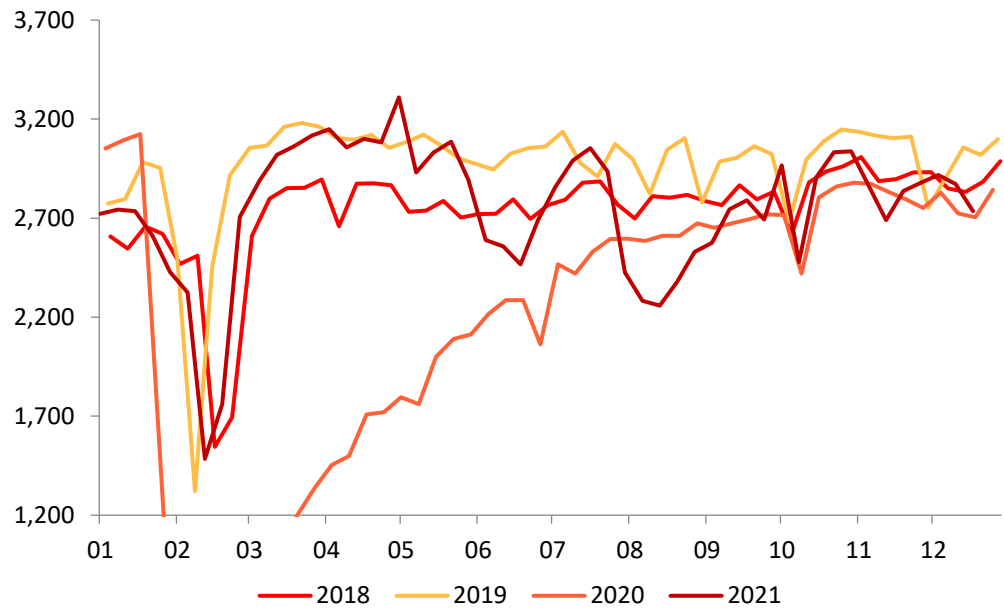
下半年以来，受德尔塔毒株高传染性的影响，国内疫情频率和强度明显上升。疫情干扰下，居民出行等方面受限较为明显，五城的地铁客运总量在 11 月上旬出现回落。尽管如此，11 月消费数据却并未走弱。其中社会消费品零售总额复合同比为 4.4%，低于 10 月的 4.6%，但剔除价格因素后实际当月复合同比 3.3%，强于 10 月的 3.2%，反映出消费韧性很强。

图 6：下半年疫情防控压力上升



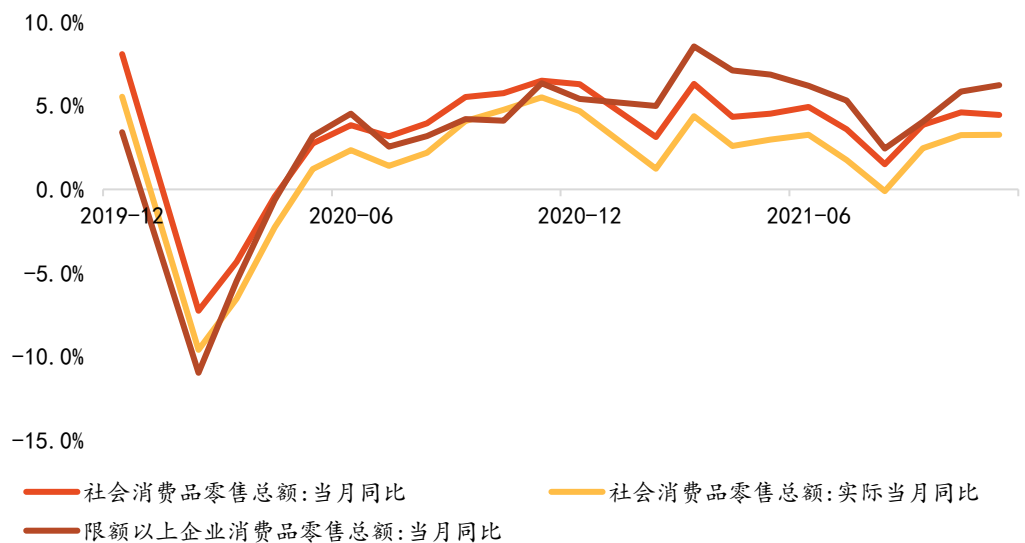
资料来源：Wind, 首创证券

图 7：五城地铁客运量：周万人次



资料来源：Wind, 首创证券

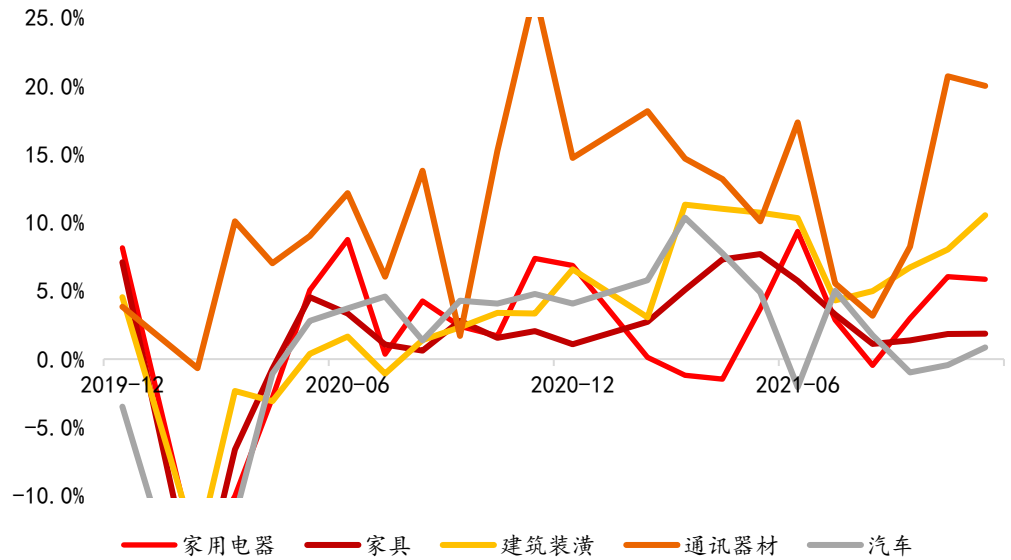
图 8：社会消费品零售



资料来源：Wind, 首创证券

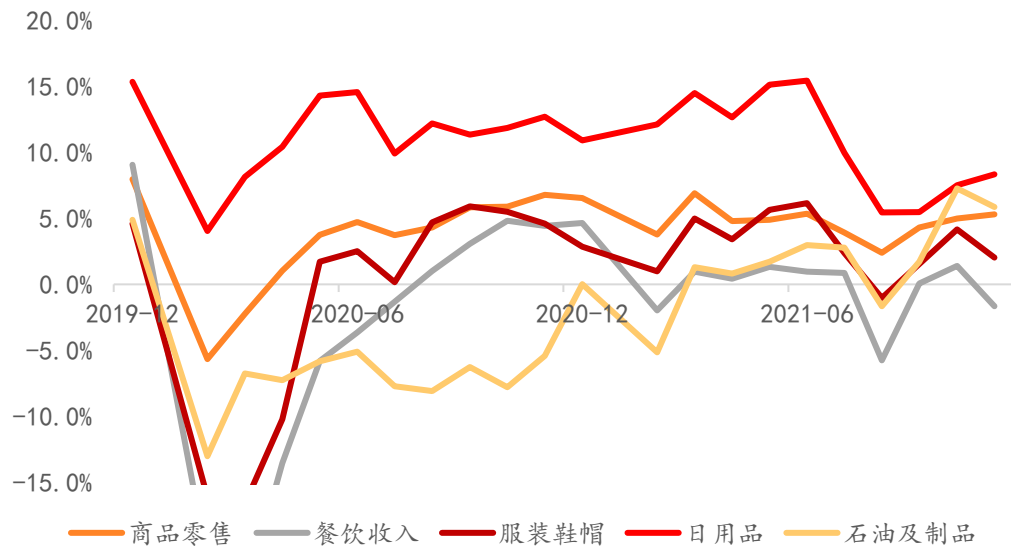
其中耐用品消费连续两个月走强，汽车复合消费增速回正录得 0.9%；在保民生，保竣工的要求下，地产后周期的家具、家电、建筑装潢回升走强，支撑消费走势。而非耐用品消费在疫情频繁干扰下走弱，餐饮、服装鞋帽、石油制品等消费下行。

图 9：耐用消费品分项



资料来源：Wind, 首创证券

图 10：非耐用品消费分项



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_31313](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31313)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn